



L'évolution de la base d'investisseurs

Les effets de
la forte hausse
des mouvements
internationaux
de capitaux
sur la stabilité
financière

Un commis crie ses ordres à la bourse des produits de Chicago.

Ceyla Pazarbaşıoğlu, Mangal Goswami et Jack Ree

L'ACCUMULATION transnationale d'actifs a considérablement augmenté depuis une dizaine d'années, mais la diversification croissante des investisseurs internationaux devrait favoriser la stabilisation de l'offre mondiale de financements. Après avoir relativement peu fluctué entre 1980 et 1995, ces flux ont triplé ces dix dernières années pour atteindre 6.400 milliards de dollars, soit environ 14,5 % du PIB mondial en 2005 (graphique 1). Cette évolution a plusieurs origines : la diversification de l'investissement international, l'intégration croissante des marchés de capitaux mondiaux sous l'effet de la libéralisation et des progrès technologiques, et la conjoncture actuelle, qui

offre de nombreuses possibilités de croissance partout dans le monde.

La convergence de ces facteurs, conjuguée à l'augmentation des actifs sous gestion (ASG), plus rapide que celle des avoirs intérieurs, a favorisé le gonflement des flux transnationaux. La faiblesse des primes de risque sur les actifs a encouragé les investisseurs en quête de meilleurs rendements à s'accommoder d'investissements de moindre qualité. Cette évolution s'est accompagnée d'un recours accru à l'endettement et d'une plus grande prise de risques.

Il est indispensable d'analyser l'évolution de la base d'investisseurs internationaux et la manière dont ils répartissent leurs investisse-



ments pour comprendre comment naissent les forces et les faiblesses des marchés financiers. Outre qu'elles influent sur les prix des actifs financiers, les décisions des principaux investisseurs ont aussi de vastes implications pour les performances économiques et le niveau de vie des pays. L'ampleur de ces flux transnationaux et l'innovation incessante suscitent des préoccupations quant à la stabilité financière, car les pays se souviennent que, dans le passé, l'essor de l'investissement financier a amené des crises. Bien qu'il soit difficile de débrouiller l'écheveau complexe des liens et réseaux d'investisseurs dans le monde, nous nous efforçons ici de décrire l'évolution en cours de la base mondiale d'investisseurs et d'en évaluer les implications pour la stabilité financière.

D'où vient l'argent?

Les marchés développés continuent de fournir l'essentiel des flux bruts de capitaux, au premier rang desquels figurent les flux transnationaux européens, suivis de ceux qui proviennent des États-Unis et du Japon. L'intégration de l'Union européenne (UE) a facilité la régionalisation financière à l'échelle de l'Europe : la part du continent dans le total des flux transnationaux est passée de 50 % en 1996 à 70 % environ en 2005. En effet, les investissements mutuels entre pays de la zone euro étant disproportionnés par rapport aux investissements entre d'autres paires de pays, les portefeuilles obligataires affichent en pratique une préférence notable pour la zone euro (Lane, 2006). La place des pays développés d'Asie parmi les principaux fournisseurs de flux bruts de capitaux a un peu décliné, l'apport du Japon, même s'il reste considérable, étant en diminution depuis dix ans. Les flux en provenance d'Asie — les économies émergentes, les nouvelles économies industrielles (RAS de Hong Kong, Corée, Singapour et province chinoise de Taiwan), et les pays producteurs de pétrole — ont néanmoins sensiblement augmenté depuis 2000.

Un examen de l'évolution des flux nets de capitaux révèle un redéploiement au niveau mondial et met en évidence les déséquilibres des paiements mondiaux. On notera tout particulièrement que les pays émergents, en tant que groupe, sont devenus ces cinq dernières années des exportateurs nets constants de capitaux et une catégorie importante d'investisseurs sur les marchés développés, leurs sorties de capitaux reflétant le déficit de financement extérieur américain (graphique 2). Ces capitaux transitent toutefois principalement par les réserves des banques centrales asiatiques et les fonds de richesse nationale (FRN), ceux des pays exportateurs de pétrole notamment (tels que ceux qui sont gérés par l'Abu Dhabi Investment Authority, la Kuwait Investment Authority, etc.). Cela dit, des capitaux privés circulent également dans l'autre sens, les investisseurs institutionnels, les banques et les entreprises investissant de plus en plus à l'étranger leurs avoirs financiers en pleine expansion par souci de diversification et pour améliorer les rendements corrigés des risques.

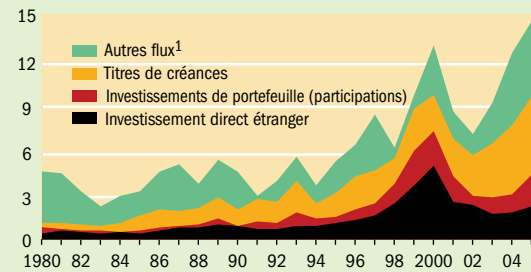
L'intensification des flux de capitaux institutionnels a dynamisé l'ensemble des mouvements de capitaux ces dix dernières années. Les flux d'investissements de portefeuille, surtout en titres de créances, et les opérations bancaires transnationales ont affiché la croissance la plus remarquable. Ces entrées de capitaux, conjuguées à la montée du prix des actifs et stimulées par les innovations financières des marchés de dérivés, ont

Graphique 1

De nouveaux sommets

Les flux internationaux bruts de capitaux ont considérablement augmenté depuis 1995.

(total des entrées de capitaux dans le monde, en % du PIB mondial)



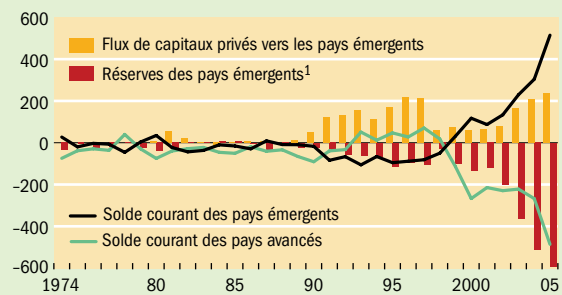
Source : FMI, base de données de *International Financial Statistics*.
¹Comprend les opérations sur dérivés.

Graphique 2

Symétrie

Les capitaux privés circulent des marchés avancés vers les pays émergents, et les capitaux publics, en sens inverse.

(milliards de dollars)



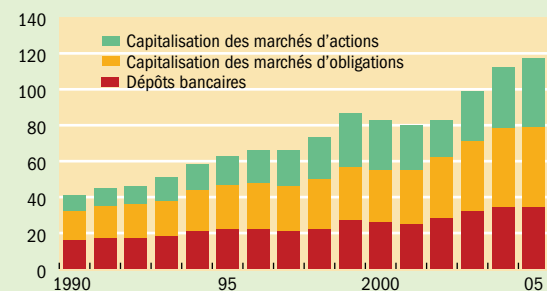
Source : FMI, base de données de *International Financial Statistics*.
¹Les valeurs négatives représentent des sorties de capitaux.

Graphique 3

Marchés en expansion

Les marchés mondiaux d'actions et d'obligations ont connu un essor sans précédent ces quinze dernières années.

(1.000 milliards de dollars)



Sources : estimations des services du FMI fondées sur la base de données S&P/IFI sur les pays émergents; Fédération mondiale des bourses; Datastream; Banque des règlements internationaux; Société financière internationale.

amené une croissance et un approfondissement sans précédent des marchés financiers. Les marchés mondiaux des actions et des obligations représentent désormais le double du PIB mondial : la capitalisation globale des marchés boursiers a atteint 38.000 milliards de dollars en 2005, contre 45.000 milliards de dollars pour les marchés obligataires (graphique 3).

Outre les capitaux institutionnels et les financements bancaires, l'investissement direct étranger (IDE) provenant des marchés développés s'est aussi partiellement redressé depuis l'éclatement de la bulle internet. Les entrées d'IDE sur les marchés émergents progressent, mais demeurent très concentrées, la Chine en représentant près de 50 % depuis 2002. La région Asie-Pacifique et les pays émergents d'Europe en sont les principaux bénéficiaires, tandis que la part destinée à l'Amérique latine, notamment au Brésil, s'est rétrécie depuis 2000.

L'évolution de la base d'investisseurs

L'essor rapide des mouvements internationaux de capitaux s'est accompagné de changements de la base d'investisseurs qui tiennent à trois évolutions essentielles : l'augmentation phénoménale des fonds gérés par les investisseurs institutionnels, le développement fulgurant des fonds spéculatifs et le rôle grandissant des banques centrales et des FRN des marchés émergents.

Les actifs gérés par des investisseurs institutionnels traditionnels (fonds de pension, compagnies d'assurances et FCP) des marchés développés ont énormément augmenté : de quelque 21.000 milliards de dollars en 1995, ils ont atteint 53.000 milliards de dollars en 2005, les États-Unis en représentant la moitié environ, et l'Europe plus du quart (graphique 4). Aux États-Unis, les fonds de pension détiennent un pourcentage appréciable de ces avoirs, alors que leur part en Europe est plutôt modeste (Irlande, Pays-Bas et Royaume-Uni exceptés). Les FCP et les compagnies d'assurances en détiennent en revanche une part importante aux États-Unis comme en Europe.

Autre évolution déterminante : le développement foudroyant des fonds spéculatifs, dont le nombre (hors filiales) est passé de 530 en 1990 à plus de 6.700 en 2005. L'afflux massif de

capitaux vers ces fonds depuis 2002 tient à l'élargissement de la base d'investisseurs aux investisseurs institutionnels et aux particuliers fortunés. Les actifs gérés par les fonds spéculatifs, quoique moins importants que ceux d'autres investisseurs institutionnels, sont passés de 30 milliards de dollars en 1990 à plus de 1.400 milliards en 2005. Ils sont pour la plupart gérés des États-Unis et du Royaume-Uni, lequel représente l'essentiel de la part de l'Europe (graphique 5). Ainsi, en 2004, les fonds de pension britanniques en ont sensiblement relevé la part dans leur portefeuille (UBS, 2005).

Sur les marchés émergents, les banques centrales et les FRN sont devenus des acteurs décisifs de l'allocation transnationale des capitaux, les marchés financiers américains constituant leur cible principale. Le volume des titres du Trésor américain détenus par des étrangers a plus que triplé ces dix dernières années, du fait surtout de l'acquisition par des institutions publiques étrangères de titres à long terme des organismes publics et du Trésor américains. Avec une progression de 50 %, c'est la Chine qui a le plus augmenté son portefeuille ces dernières années et qui se place ainsi au troisième rang des investisseurs. À la fin de 2005, on estimait que plus de la moitié des titres américains à long terme détenus par des non-résidents étaient aux mains d'institutions publiques étrangères.

L'attrait de l'étranger

Chez les investisseurs institutionnels des marchés développés, l'augmentation des ASG s'est accompagnée d'une hausse des actifs alloués à l'étranger et d'une baisse tendancielle de la *préférence nationale*. Il y a préférence nationale lorsque la pondération des portefeuilles internationaux privilégie le pays d'origine (French and Poterba, 1991; Aurélio, 2006).

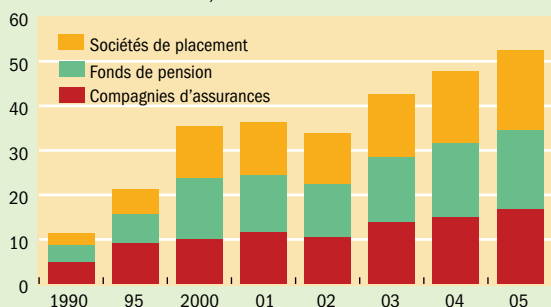
Dominés par les investisseurs institutionnels, les investissements de portefeuille internationaux ont fortement progressé depuis cinq ans en pourcentage des ASG des marchés développés. Entre 2001 et 2005, ils ont plus que doublé pour atteindre globalement 19.000 milliards de dollars. Les investissements de portefeuille en provenance des États-Unis sont passés de 2.300 milliards de dollars à 4.600 milliards de dollars dans le même temps, ceux du Japon de 600 milliards de dollars à 2.100 milliards de dollars. C'est en Europe que

Graphique 4

De l'argent à la pelle

Les actifs gérés par les investisseurs institutionnels des pays industriels sont en forte augmentation.

(actifs des investisseurs institutionnels des marchés avancés, en 1.000 milliards de dollars)



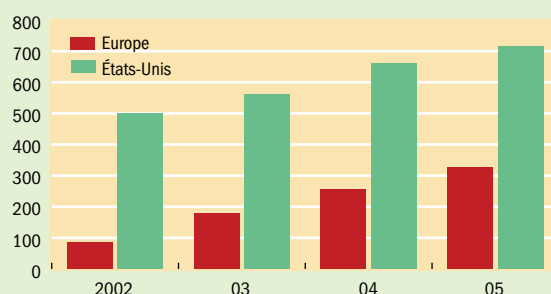
Sources : International Financial Services, Londres; OCDE; estimations des services du FMI.

Graphique 5

Des actifs en plein essor

Les fonds spéculatifs intéressent des investisseurs de plus en plus variés.

(actifs gérés, en milliards de dollars)



Source : Eurohedge, Hennessee Group LLC.



la préférence nationale a le plus reculé, avec une augmentation de 6.100 milliards de dollars des investissements de portefeuille internationaux entre 2001 et 2005. Cependant, ce recul concerne surtout les pays développés d'Europe, dont les investisseurs préfèrent investir en Europe continentale et au Royaume-Uni. Les investissements de portefeuille des ménages japonais sont en progression depuis 2000, surtout par le biais de FCP japonais. Les investisseurs institutionnels, comme les fonds de pension et les FCP des marchés développés, ont multiplié leurs investissements sur les marchés émergents.

«La faible volatilité et les écarts de taux minimes masquent peut-être de nouvelles faiblesses et de nouveaux risques, engendrés notamment par l'appétit des investisseurs pour d'autres actifs relativement moins liquides, ce qui pourrait mettre à mal la stabilité financière.»

Le recul de la préférence nationale tient à des facteurs structurels et conjoncturels. La motivation première de la majorité des investisseurs institutionnels a été le souci de diversification. Les modifications réglementaires et comptables imposées aux fonds de pension ont également incité les investisseurs à revoir la répartition de leurs actifs. Ces investisseurs se sont notamment efforcés de diversifier leurs stratégies d'investissement de manière à mieux les adapter à la hausse escomptée de leurs engagements, mais aussi à obtenir les meilleurs rendements corrigés des risques.

Conséquences pour la stabilité mondiale

Les flux internationaux de capitaux et l'évolution de la base d'investisseurs ont des conséquences substantielles, tant positives que négatives, pour la stabilité financière. Une base d'investisseurs plus diversifiée au plan mondial, représentant différentes sortes d'institutions et différents pays, risque moins de subir concurremment des chocs simultanés, symétriques et importants et sera donc davantage en mesure de gérer les risques et de supporter les chocs pendant une phase difficile. En revanche, la faible volatilité et les écarts de taux minimes masquent peut-être de nouvelles faiblesses et de nouveaux risques, engendrés notamment par l'appétit des investisseurs pour d'autres actifs relativement moins liquides, ce qui pourrait mettre à mal la stabilité financière. À cela s'ajoutent les craintes concernant l'endettement accru des intervenants du marché et le dénouement contraint et forcé de ces positions.

L'expansion des flux internationaux de capitaux en provenance des investisseurs institutionnels des marchés développés a contribué à l'élargissement de la base d'investisseurs pour la dette souveraine extérieure des pays émergents, ce qui a per-

mis de stabiliser et de diminuer la volatilité de cette catégorie d'actifs ces cinq dernières années — comme en témoignent les écarts mondiaux sur l'indice EMBI de JPMorgan Chase. L'intérêt pour les actifs des marchés émergents a enregistré une hausse structurelle, les investisseurs institutionnels comme les fonds de pension américains ajoutant la dette extérieure de ces pays à leur portefeuille de référence.

L'amélioration fondamentale de la solvabilité, l'assouplissement des régimes de change, les meilleurs coefficients de réserves, l'élan structurel dû au rapprochement des pays européens émergents du niveau de l'UE et la transparence des informations émanant de ces marchés sont autant de facteurs qui ont amené les investisseurs à considérer que les actifs des marchés émergents étaient parvenus à maturité (Byun and Oswald, 2006). Il en est résulté un accroissement des investissements stratégiques dans cette catégorie d'actifs. En effet, les ASG des fonds des marchés émergents calés sur les indices EMBI sont passés de 27 milliards de dollars à la fin de 2000 à quelque 230 milliards de dollars à la mi-2006. Ces investisseurs stratégiques ont tendance à acheter et à conserver les actifs, et affichent en général un endettement nul ou moindre dans la mesure où ils ont surtout pour objectif d'en aligner la durée sur celle de leurs engagements à plus long terme.

La volatilité des flux nets et bruts de capitaux a sensiblement augmenté ces dix dernières années, tant sur les marchés développés que les marchés émergents, même si la plupart de ces derniers sont devenus beaucoup plus résistants aux chocs. De fait, la volatilité des flux internationaux de capitaux, une fois l'augmentation des réserves de change prise en compte, a fortement diminué entre 1996 et 2005.

On observe une baisse durable de la volatilité du prix des actifs de différentes catégories : obligations, actions et devises. Sur les marchés développés, la volatilité, aussi bien historique qu'implicite, a sensiblement diminué pour toute une gamme d'actifs. Les actifs des marchés émergents, tels que les titres de la dette souveraine extérieure, ont suivi la même tendance. Même si l'on peut imputer ce phénomène à une «grande modération», selon les termes du Président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, sa durabilité dans une conjoncture moins favorable reste à vérifier. ■

Ceyla Pazarbaşıoğlu est Chef de division, Mangal Goswami, économiste, et Jack Ree, économiste principal au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Cet article est en grande partie inspiré du Global Financial Stability Report du FMI (à paraître en avril 2007), qui comporte un chapitre sur la hausse des flux internationaux de capitaux, la diversification de la base d'investisseurs et leurs conséquences pour la stabilité financière.

Bibliographie :

- Aurélio, Marcela Meirelles, 2006, "Going Global: The Changing Pattern of U.S. Investment Abroad," Federal Reserve Bank of Kansas Economic Review, Third Quarter, p. 5–32.
- Byun, Jennie, and William Oswald, 2006, "Emerging Markets External Debt as an Asset Class" (New York: JPMorgan).
- French, Kenneth, and James Poterba, 1991, "Investor Diversification and International Equity Markets," American Economic Review, Vol. 81 (May), p. 222–26.
- Lane, Philip, 2006, "Global Bond Portfolios and EMU," International Journal of Central Banking, Vol. 2 (June), p. 1–23.
- UBS, 2005, Pension Fund Indicators (New York).